下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

国内经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

热点思考

2026 年 09 月 01 日

一揽子化债，进展如何？

——“大国财政”系列七

2026 年，地方隐债化解进入关键窗口期，各地化债进度如何？后续地方化债可能面临的挑战，及对应的政策“工具箱”有哪些？本文系统分析，可供参考。

一问：本轮一揽子隐债化解进展如何？实际化债进度快于 2024 年既定政策部署

2026 年是我国地方政府隐性债务化解临近收官的关键窗口期。从发行节奏来看，2026 年化债攻坚力度持续加码，前 8 个月特殊新增专项债与特殊再融资债合计发行规模突破 2.7 万亿元，其中 2 月、6 月阶段性投放力度突出，全月化债资金占地方债发行比例突破 40%。

从整体进度来看，当前地方隐债化解落地节奏快于 2024 年既定政策部署。一揽子化债实际落地层面，2024-2025 年使用额度均超 2 万亿元，2026 年前 8 个月已发行超 1.8 万亿元，累计落地规模已超出 6 万亿元。同时， 2025 年使用特殊新增专项债额度 1.4 万亿元，超出年度规划；2026 年前 8 个月已发行 8900 亿元。整体来看，两类核心化债资金落地节奏均快于规划。

分区域来看，各省市隐债化解进度呈现明显分化，部分地区隐债治理工作或已临近尾声。截至 2026 年 8 月末，江苏、云南、天津、重庆、吉林等地特殊再融资债年度发行进度已达 100%；青海、黑龙江、山东、辽宁等地发行进度低于 70%，仍有充足的债务置换额度。前 8 月，天津、云南、江苏等地化债资金占地方债发行规模比重超 50%，北京、上海、深圳等发行占比不足 5%。

二问：后续地方化债可能面临的挑战？城投经营性金融债务、新增隐债化解等亦需加力

除官方认定的隐性债务之外，城投平台经营性金融债务的有序化解亦是地方债务风险化解的重要组成部分。2026 年 3 月央行进一步披露，截至 2025 年底，超 82%的融资平台实现退出，融资平台存量经营性金融债务规模下降超 74%（相较 2023 年）。据此测算，2025 年底，城投存量经营性金融债务规模约 5.1 万亿元，或是后续地方债务风险治理重点领域之一。

同时，地方“边化债、边新增” 现象尚未根治，近年违规举债形态更趋隐蔽复杂。从财政部近年通报的 2018—2023 年典型违法违规案例来看，除“违规垫资”、“表外融资”等传统违规形式外，“违规租赁”、“违规占用使用资金” 等变相举债模式逐步显现。从涉及规模看， 2025 年 8 月通报的最新隐债问责更聚焦项目建设，通报案例新增隐债规模明显抬升至 1410 亿元。

从债务偿付能力视角看，土地出让收入持续低迷下，地方付息压力逐步提升。一方面，专项债付息支出占地方本级政府性基金收入的比重已从 2021 年的 5%升至 2025 年的 18%以上，政府性基金收入对专项债付息的覆盖能力边际弱化。另一方面，地方政府性基金收入增速持续承压。2026 年上半年，全国政府性基金收入累计同比下滑持续回落至-25%。

三问：化债“工具箱”的历史经验及？化债政策空间仍较充足，或将因地制宜、针对性管理

回顾历年地方化债部署，几类工具构成隐债化解的核心。一是特殊再融资债券，通过专项限额安排置换存量高息隐性债务，或是压降债务规模、缓释到期风险的核心举措之一。二是特殊新增专项债，从新增专项债额度中划出专属化债额度，支持债务化解需求。上述两类政策工具本次化债过程使用较多，后续或可形成常态化化债工具，持续支撑存量债务压降。

总结过往化债经验，各地化债方案推进或需因地制宜、分类管理，针对性地结合使用化债举措。化债举措包括三类：一、债务缩减类，包括债务清算、重组等；二、降低成本类，包括置换低息债务、展期降息等；三、提高现金流，包括盘活存量资产、转让部分政府股权等。

从长期维度看，债务风险的根本性化解，核心或在完善地方财税体系、培育区域产业造血能力。短期工具化债仅能实现风险缓释，深化财税体制改革、优化地方财政收支结构、培育可持续的产业与财税增收体系，才能根本缓解地方债务风险。后续政策或将统筹短期风险处置与长期制度建设，在稳步完成隐性债务收官清零的同时，构建防范新增债务的长效机制。

风险提示：实际化解进度或与发行进度存在偏差，金融债务及付息压力化解存在不确定性。

相关研究
-

证券分析师
赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com
侯倩楠 A0230524080006
houqn@swsresearch.com

联系人
侯倩楠 A0230524080006
houqn@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．一揽子化债，进展如何？ 5

1.1 一问：地方隐债化解进展如何？ 5
1.2 二问：后续地方隐债化解，可能面临的挑战？ 7
1.3 三问：债务化解“工具箱”，历史经验及展望 9

2．政策高频跟踪：房地产两大新政落地，推动地产发展新模式加快构建..... 14

2.1 领导人调研，聚焦三农问题和财政科学管理 14
2.2 财政科学管理研讨会：强化国家重大战略任务和基本民生财力保障 15
2.3 工信部：着力优化产业结构，加快打造新兴支柱产业..... 16
2.4 房地产两大新政落地，推动地产发展新模式加快构建..... 17
2.5 上海发布《上海市加快推进新型工业化构建现代化产业体系“十五五”规划》..... 18
2.6 多地稳楼市政策落地，聚焦公积金政策优化 19

图表目录

图表 1：地方隐债化解政策部署时间轴 5
图表 2：2024 年一揽子化债政策部署 5
图表 3：化债资金发行节奏 6
图表 4：各月化债资金发行规模 6
图表 5：地方化债资金发行情况 6
图表 6：官方认定“隐债”规模情况 6
图表 7：2026 年各地债务资金发行规模 7
图表 8：2026 年各地债务资金发行占比 7
图表 9：城投“退平台”及经营债化解情况 7
图表 10：城投经营金融债存量 7
图表 11：“隐债”通报案例相关问责主体 8
图表 12：“隐债”通报案例涉及违规操作 8
图表 13：“隐债”通报案例涉及规模 8
图表 14：“隐债”通报案例相关地区 8
图表 15：地方专项债付息压力 9
图表 16：地方政府性基金收支情况 9
图表 17：2026 年一季度部分地区政府性基金收入情况 9
图表 18：新增地方专项债发行情况 9
图表 19：政府债务限额余额差 9
图表 20：近年城投平台经营债务化解案例 10
图表 21：“山西模式”案例 10
图表 22：“茅台化债”案例 10
图表 23：近年央行支持金融化债相关表述 11
图表 24：2020 年央行为缓解小微企业贷款压力推出创新货币工具 11
图表 25：2026 年初税收征管加强，整治开票经济 12
图表 26：2026 年央企利润上缴比例变化 13
图表 27：领导人黑龙江、吉林、安徽调研情况 14
图表 28：安徽合肥举行财政科学管理研讨交流 15
图表 ：工信部介绍全力抓好“十五五”规划实施，加快推进新型工业化有关情况 16

图表 30：商品住房销售制度及房地产信贷管理新政推出.....17

图表 31：《上海市加快推进新型工业化构建现代化产业体系“十五五”规划》重点内容.....18

图表 32：多地发布稳楼市政策.....19

1. 一揽子化债，进展如何？

1.1 一问：地方隐债化解进展如何？

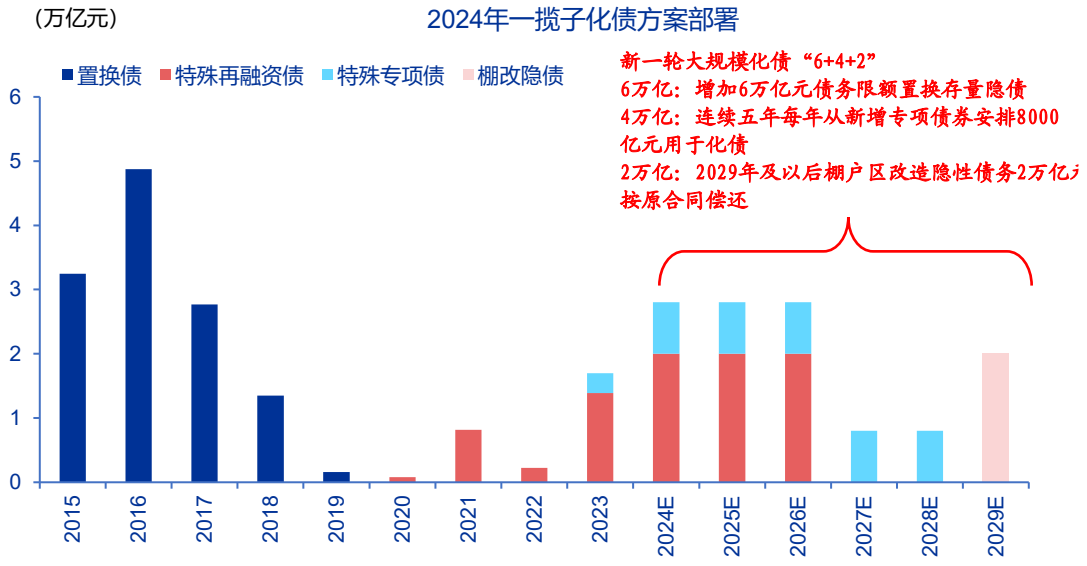
2026 年是我国地方政府隐性债务化解临近收官的关键窗口期。自 2017 年全面启动隐性债务治理工作以来，地方隐债化解历经分层试点、专项攻坚、全国一揽子化债方案等政策支持。经过建制县试点及多省市全域化债探索后，2023 年末全国地方隐性债务余额回落至 14.3 万亿元。2024 年，地方化债正式迈入攻坚阶段，一揽子化债政策总体部署 12 万亿元规模化化债资金，一是 2024-2026 年分批落地的 6 万亿元隐性债务置换限额；二是 2024-2028 年安排的 4 万亿元特殊新增专项债额度；三是 2 万亿元棚改领域隐性债务按照原有合同约定有序兑付。

图表 1：地方隐债化解政策部署时间轴



资料来源：中国政府网，财政部等，申万宏源研究

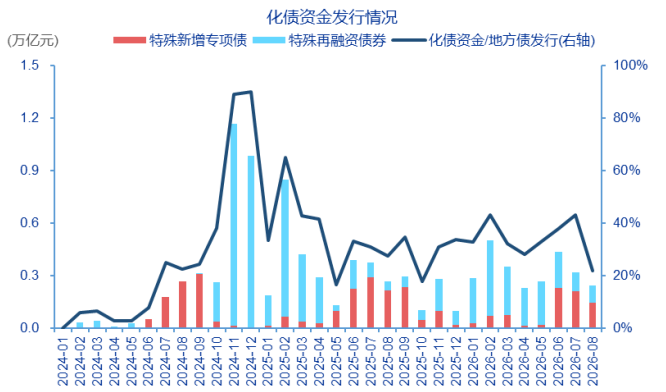
图表 2：2024 年一揽子化债政策部署



资料来源：Wind，财政部，申万宏源研究（2024 年-2029 年为规划值非实际值）

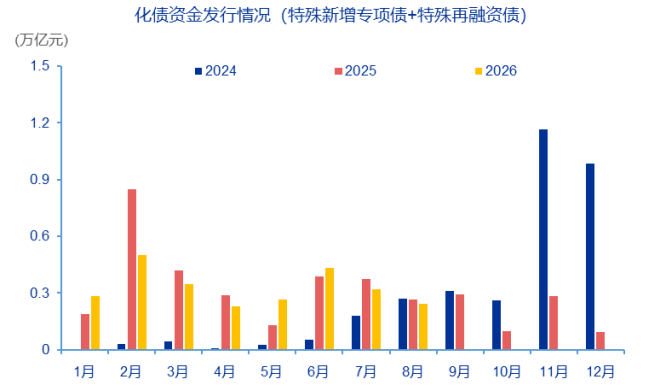
隐性债务化解作为地方财政工作核心重点之一，相关债券发行力度维持高位。从发行节奏来看，2024 年四季度是首轮化债资金集中落地窗口期，其中 11 月单月特殊再融资债发行规模达 1.16 万亿元，叠加当月特殊新增专项债投放后，全月化债资金占地方政府债发行比重一度攀升近 90%。2025 年化债节奏进一步前置，化债资金发行节奏前移，2 月单月化债相关债券发行规模达 0.85 万亿元。2026 年化债攻坚力度持续加码，前 8 个月特殊新增专项债与特殊再融资债合计发行规模突破 2.7 万亿元，其中 2 月、6 月阶段性投放力度突出，全月化债资金占地方债发行比例突破 40%。

图表 3：化债资金发行节奏



资料来源：Wind，申万宏源研究

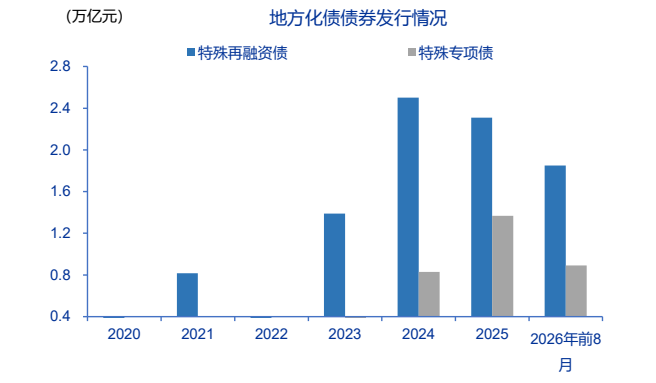
图表 4：各月化债资金发行规模



资料来源：Wind，申万宏源研究

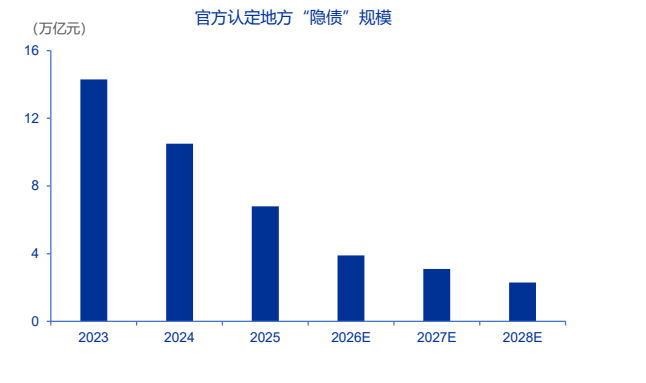
从整体进度来看，当前地方隐债化解落地节奏快于 2024 年既定政策部署。根据一揽子化债方案，6 万亿元特殊再融资债额度计划 2024—2026 年每年安排 2 万亿元限额。实际落地层面，2024 年实际动用限额约 2.5 万亿元，2025 年实际使用额度约 2.3 万亿元，2026 年前 8 个月已发行超 1.8 万亿元，三年累计落地规模已超出 6 万亿元规划上限。同时，4 万亿元特殊新增专项债原计划 2024-2028 年分五年均衡投放，年度限额 8000 亿元。从实际执行情况看，特殊新增专项债 2025 年使用额度达 1.4 万亿元，超出年度规划；2026 年前 8 个月已发行 8900 亿元。整体来看，两类核心化债资金落地节奏均快于规划，或为后续地方隐性债务余额持续压降预留了充足政策空间。

图表 5：地方化债资金发行情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

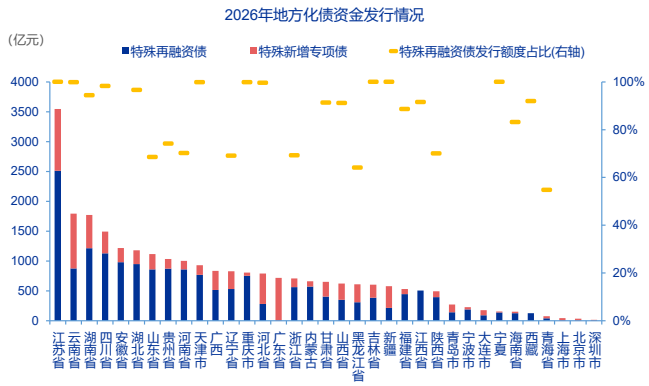
图表 6：官方认定“隐债”规模情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

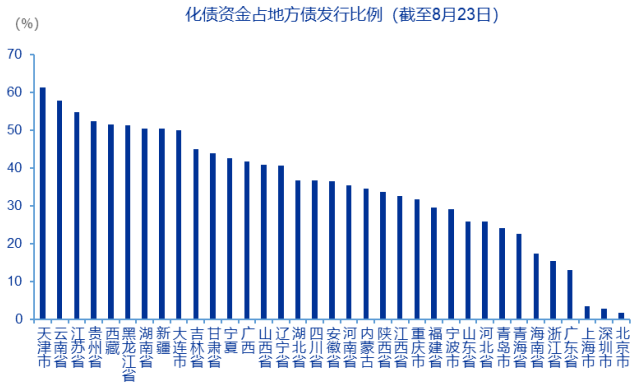
分区域来看，各省市隐债化解进度呈现明显分化，部分地区隐债治理工作或已临近尾声。截至 2026 年 8 月末，江苏、云南、天津、重庆、吉林等地特殊再融资债年度发行进度已达 100%；青海、黑龙江、山东、辽宁等地发行进度低于 70%，仍有充足的债务置换额度。特殊新增专项债投放规模差异显著；江苏发行规模突破 1000 亿元，位居全国首位；云南、广东、湖南、河北发行规模均超 500 亿元，是本轮专项化债资金的核心投放区域。各省市化债资金发行占比分化；天津、云南、江苏、贵州、黑龙江、湖南、新疆化债资金占地方债总发行规模比重超 50%。北京、上海、深圳等化债资金发行占比不足 5%，或主要源于区域隐性债务存量偏低、前期风险出清较为充分。

图表 7：2026 年各地债务资金发行规模



资料来源：Wind，申万宏源研究 （数据截至 8 月 23 日）

图表 8：2026 年各地债务资金发行占比

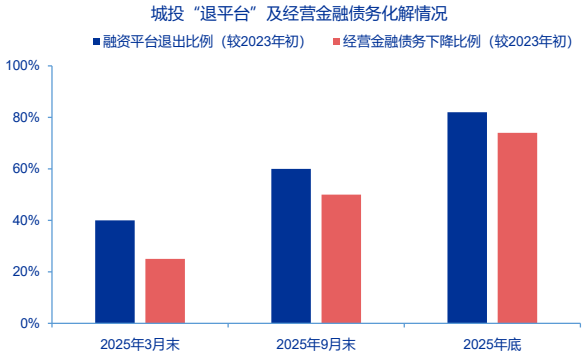


资料来源：Wind，（数据截至 8 月 23 日）

1.2 二问：后续地方隐债化解，可能面临的挑战？

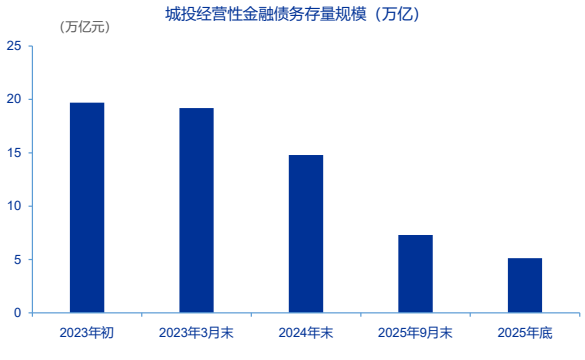
除官方认定的隐性债务之外，城投平台经营性金融债务的有序化解亦是地方债务风险整体出清的重要组成部分。2025 年 3 月，央行行长在十四届全国人大三次会议记者会上披露：2024 年末全国融资平台经营性金融债务规模约 14.8 万亿元，较 2023 年初下降 25%左右。2026 年 3 月央行进一步披露，截至 2025 年底，超 82%的融资平台实现退出，融资平台存量经营性金融债务规模下降超 74%。据此测算，2025 年底，城投存量经营性金融债务规模约 5.1 万亿元，或是后续地方债务风险治理重点领域之一。

图表 9：城投“退平台”及经营债化解情况



资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

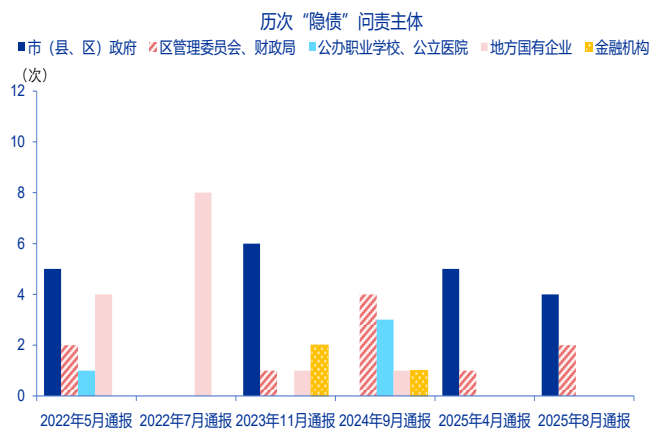
图表 10：城投经营金融债存量



资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

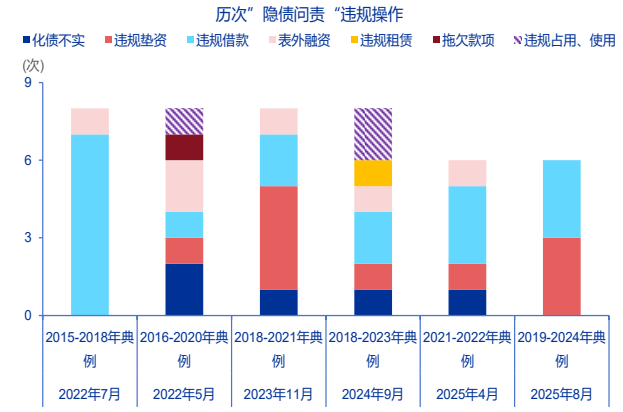
同时，地方“边化债、边新增” 现象尚未根治，近年违规举债形态更趋隐蔽复杂。自 2018 年隐性债务治理常态化推进以来，存量化解与增量管控不同步这一矛盾始终存在。从财政部近年通报的 2018—2023 年典型违法违规案例来看，除“化债不实”、“违规垫资”、“表外融资”等传统违规形式外，“违规租赁”、“违规占用使用资金”等变相举债模式逐步显现，反映出在化债高压约束下，隐性债务的生成机制持续迭代、形式更趋隐蔽。从问责案例规模看，2025 年 8 月最新通报的问责案例聚焦项目建设领域违规举债，涉及规模抬升至 1410 亿元。

图表 11：“隐债”通报案例相关问责主体



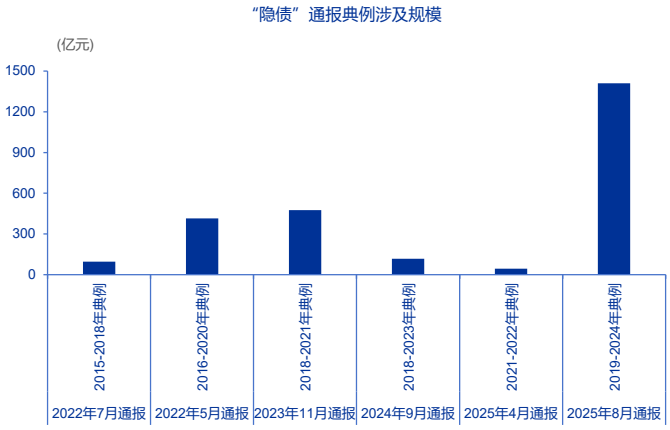
资料来源：财政部，申万宏源研究

图表 12：“隐债”通报案例涉及违规操作



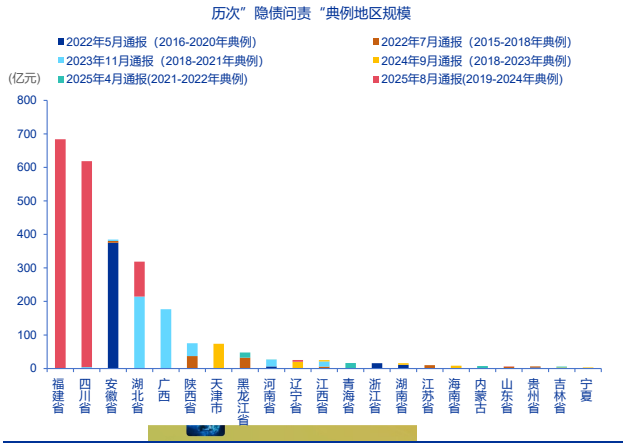
资料来源：财政部，申万宏源研究

图表 13：“隐债”通报案例涉及规模



资料来源：财政部，申万宏源研究

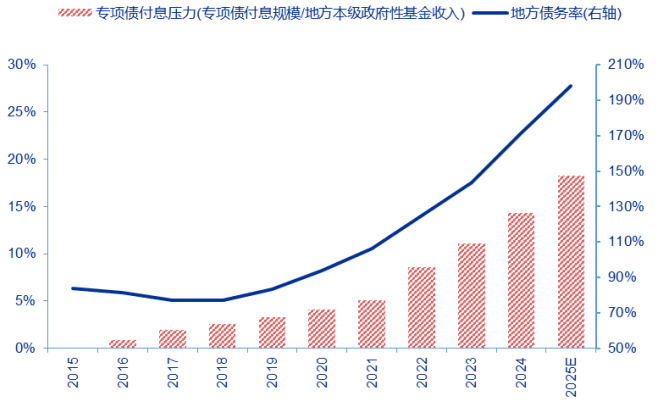
图表 14：“隐债”通报案例相关地区



资料来源：财政部，申万宏源研究

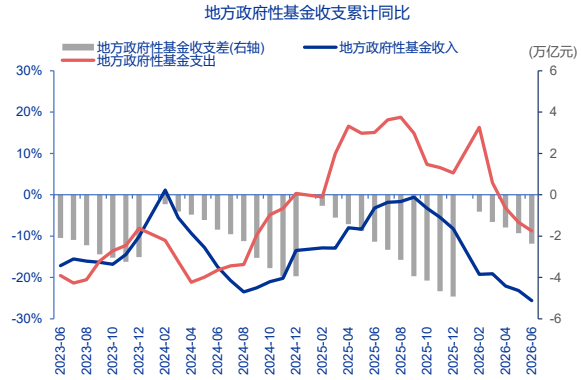
从债务偿付能力视角看，土地出让收入持续低迷下，地方付息压力逐步提升。一方面，专项债付息支出占地方本级政府性基金收入的比重已从 2021 年的 5%升至 2025 年的 18%以上，政府性基金收入对专项债付息的覆盖能力边际弱化。另一方面，地方政府性基金收入增速持续承压。2026 年上半年，全国政府性基金收入累计同比持续下滑至- 25%。2026 年一季度除少数省份外，陕西、海南、重庆、辽宁等多地区土地出让相关收入同比降幅超 20%，收入端的持续承压或将进一步放大存量债务的偿付压力。

图表 15：地方专项债付息压力



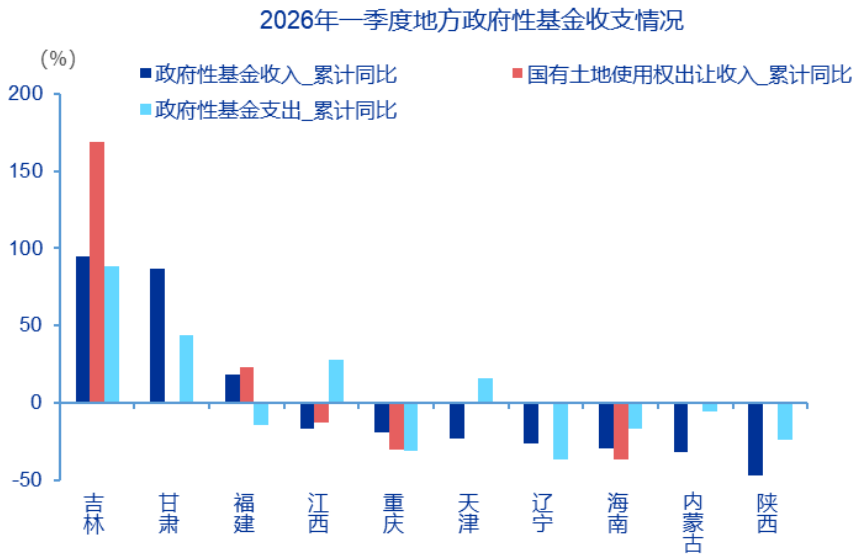
资料来源：Wind，申万宏源研究 （2025 年专项债付息压力中部分地区专项债付息额未公布，为基于过往数据趋势的预测值）

图表 16：地方政府性基金收支情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 17：2026 年一季度部分地区政府性基金收入情况



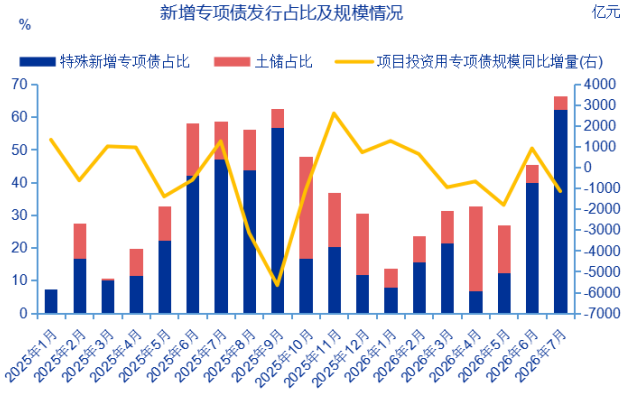
资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 三问：债务化解“工具箱”，历史经验及展望

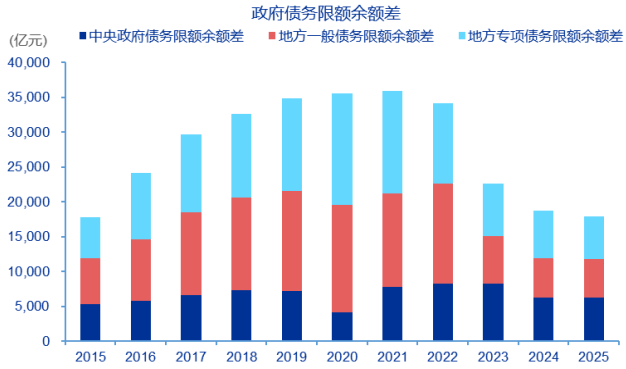
回顾历年化债政策部署，几类工具构成隐债化解的核心。一是特殊再融资债券，通过专项限额安排置换存量高息隐性债务，或是压降债务规模、缓释到期风险的核心举措之一。二是特殊新增专项债，从新增专项债额度中划出专属化债额度，支持债务化解需求。上述两类政策工具本次化债过程使用较多，后续或可形成常态化化债工具，持续支撑存量债务压降。三是地方政府结存债务限额，截至 2025 年末，全国地方债结存限额仍有超 1.1 万亿元规模，政策空间较为充足。

图表 18：新增地方专项债发行情况

图表 19：政府债务限额余额差



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

针对城投经营性金融债务，各地因地制宜，形成不同的市场化处置体系。城投经营性金融债务化解主要依托三类化债模式：一是金融协同置换，通过展期降息、低成本标准化资金置换高息非标债务，压降融资成本；二是债务托管处置，由省市级高信用国企或资管公司托管薄弱地区弱资质城投债务，实现风险集中管控、分类出清；三是统借统还，通过省级信用背书统一融资偿债，降低尾部区域融资溢价。此外，各地亦结合当地资源禀赋，推动市场化化债。例如，山西通过整合高速交通优质资产组建省属交控平台，推进政企分开与市场化改革，以提升经营性收益缓解债务压力；贵州依托优质国企股权划转及低息信用债融资，置换城投高息债务、补充平台现金流。

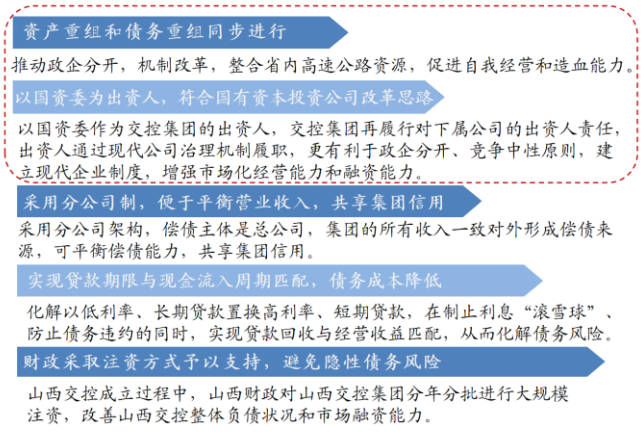
图表 20：近年城投平台经营债务化解案例

工具类型	地区/主体	时间	参与机构	案例要点
①金融资源协同与债务置换	云南威信	2025	建行云南省分行牵头，中行云南省分行、民生银行昆明分行	签署18亿元、14年期结构化存量非标融资置换银团协议
	四川成都	2025	邮储银行成都金堂支行	完成全市首笔'331非标债务'银团置换，实现非标债务合规转化
	广西贵港	2025.8	当地银行	市金投集团积极对接银行增授信，全部置换结清非标融资
	广西北海	2024—2025	当地银行	配合地方政府做好国企平台非标债务置换
	贵州遵义(道桥)	2022(参照)	国开行牵头银团	155.94亿元银行贷款重组展期
②债务托管与分类处置	陕西韩城	2024	陕西金融资产管理公司(陕金资)	以收购＋处置＋基金＋重组模式完成多笔非标债务收购、重组和置换；2024年11月韩城城投8.99亿元私募债发行
	广东广州	2025.7	工银金融资产投资、工商银行广州分行	向科学城发展集团注入债转股资金，优化企业财务结构
③信用层级上移与统借统还	贵州盘州	2024.5	盘州市盘南开发投资公司	发行11.3亿元私募债，募集资金全部用于统借统还偿还到期公司债
	贵州遵义	2024.9—11	遵义市国有资本运营有限公司	发行两期私募债(24遵资01/02)，募集资金用于统借统还偿还到期债券
	山东潍坊	2024.11	潍坊经济区城市建设投资发展集团	发行3.4亿元私募债统借统还，为首个非重点省份试点
	贵州遵义	2025.11	遵义市投资(集团)有限责任公司	发行3亿元定向工具统借统还

资料来源：地方相关网站，申万宏源研究

图表 21：“山西模式”案例

图表 22：“茅台化债”案例



资料来源：申万宏源研究

类型	时间	主要内容
股份划转国资减持	2019年12月	贵州茅台公告，茅台集团拟通过无偿划转方式将其持有的贵州茅台4.00%股份划转至贵州国资。
	2020年9月	贵州国资减持茅台集团1675.26 万股，持股比例降至2.67%
	2020年12月	贵州茅台公告，茅台集团拟通过无偿划转方式将其持有的贵州茅台4.00%股份划转至贵州国资。
	2020年12月	贵州国资及贵州金控所持股份占比进一步降至0.96%
	2021年6月	截至 2021 年6月末，贵州国资及其母公司贵州金控所持茅台股权占比降至 4.54%，合计减持约 4348 万股，获现约 660 亿元左右。
	2022年7月	茅台集团公告，拟将所持贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司82%股权无偿划转贵州省国资委持有。
发债缓解城投压力	2020年1月	茅台集团发行“20 茅台 01”，募集资金 130 亿，票面利率 3%。债券募集资金扣除发行费用后，拟将不超过86亿元用于收购贵州高速公路集团有限公司（贵州高速）股权，不超过61亿元用于偿还有息负债，不超过3亿元用于补充流动资金。
买债缓解城投压力	2020年6月	贵州银保监局发布《贵州银保监局关于贵州茅台集团财务有限公司新增业务范围的批复》，批准贵州茅台集团财务有限公司新增下列业务：（一）承销成员单位的企业债券；（二）固定收益类有价证券投资；（三）成员单位产品的买方信贷。意味着贵州茅台集团财务有限公司可以通过直接投资贵州城投债。

资料来源：Wind，贵州银保监局，申万宏源研究

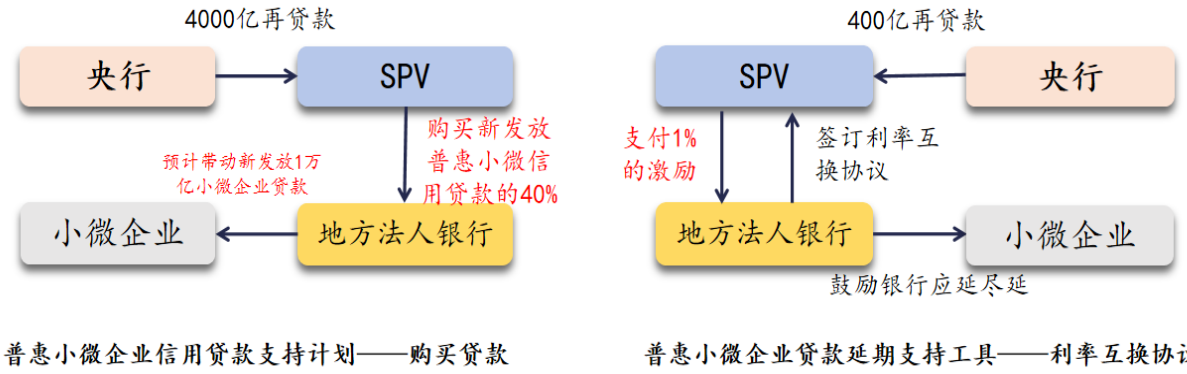
储备政策方面，必要时货币政策或可与财政政策配合，共同支持重点领域化债。2023 年 11 月，央行行长明确表态“必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”。从历史经验来看，央行或可依托结构性货币政策工具、特定目的工具（SPV）等创新机制，通过向金融机构提供政策激励，为存量债务有序化解创造稳定的金融环境。例如：2020 年，央行为缓解小微企业贷款本息偿付压力，推出创新货币工具即普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划，通过特定目的工具（SPV）购买地方法人银行小微企业贷款、向地方法人银行提供激励等有效缓解地方法人银行小微贷款压力，帮助小微企业贷款偿付应延尽延。

图表 23：近年央行支持金融化债相关表述

时间	会议	化债相关表述
2025年3月6日	十四届全国人大三次会议经济主题记者会（潘功胜）	金融支持融资平台化债取得重要阶段性成果……引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过降低利率、延长期限等债务重组方式，缓解融资平台流动性和利息负担
2025年9月22日	国新办"十四五"系列发布会（潘功胜）	推动地方政府统筹资金、资产、资源化解债务风险，剥离融资平台的政府融资功能，转型为市场化的经营主体；引导金融机构通过债务重组，降低融资平台流动性风险和利息负担
2026年2月	央行信贷市场工作会议	继续做好金融支持融资平台债务风险化解工作，支持地方政府持续推进融资平台市场化转型，引导金融机构按照市场化、法治化原则做好服务
2026年8月	央行下半年工作会议	稳妥化解重点领域风险。继续做好金融支持地方政府融资平台债务风险化解工作，推进融资平台市场化转型

资料来源：中国人民银行，国新办，申万宏源研究

年央行为缓解小微企业贷款压力推出创新货币工具

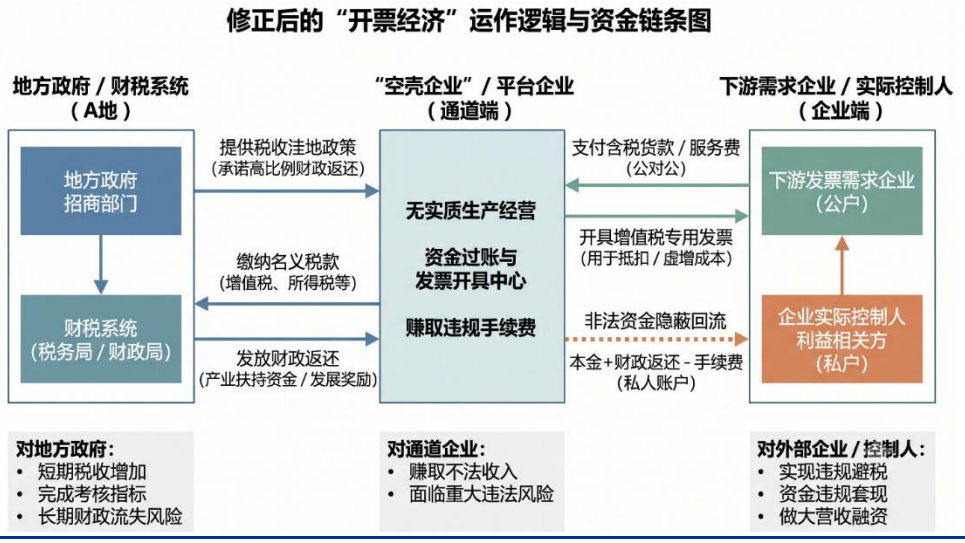


资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

结合过往化债实践，后续地方债务治理将坚持因地制宜，分类施策原则，推进三类债务处置路径。一是债务缩减，通过合规债务清算、市场化债务重组、隐债合规转经营性债务等方式，有序压降存量债务规模；二是成本压降，持续推广低息债务置换、存量债务展期降息等工具，稳步降低地方综合付息压力；三是现金流提升，常态化推进存量资产盘活、国有股权市场化运作、城投平台市场化转型，全方位拓宽偿债资金来源。

从长期维度看，债务风险的根本性化解，核心或在完善地方财税体系、培育区域内生财政与产业造血能力。长远来看，短期工具化债仅能实现风险缓释，深化财税体制改革、优化地方财政收支结构、培育可持续的产业与财税增收体系，才能根本缓解地方债务风险。后续政策或将统筹短期风险处置与长期制度建设，在稳步完成隐性债务收官清零的同时，构建防范新增债务的长效机制，实现地方财政与债务治理的可持续发展。

图表 25：2026 年初税收征管加强，整治开票经济



资料来源：申万宏源研究

图表 26：2026 年央企利润上缴比例变化

《关于 2026 年中央国有资本经营预算的说明》分档类别	2026 年官方执行比例	2014 版旧规对应分类	2014 版旧规执行比例	核心政策变化
第一类：烟草企业，石油石化、电力、电信、煤炭等资源型企业	35%	第一类：烟草企业 第二类：石油石化、电力、电信、煤炭等资源垄断型企业	烟草企业 25% 资源型企业 20%	1. 合并两类高盈利核心企业为同一档，统一执行 35% 顶格比例； 2. 烟草企业上缴比例上调 10 个百分点，资源型企业上调 15 个百分点，为本次改革上调幅度最大的类别； 3. 彻底打破此前 “烟草单独最高档” 的分档格局
第二类：有色及黑色冶金采掘、运输、电子、贸易、施工等一般竞争型企业	30%	第三类：一般竞争性企业	15%	1. 上缴比例直接翻倍，上调 15 个百分点； 2. 明确了一般竞争型行业的具体覆盖范围，消除此前地方执行的口径模糊问题
第三类：军工企业、转制科研院所、中国邮政集团、中国国家铁路集团、北大荒农垦集团、中央文化企业、中央部门所属企业	20%	第四类：军工、转制科研院所、中邮、国铁、中央文化企业等特殊功能型企业	10%	1. 上缴比例翻倍，上调 10 个百分点； 2. 明确了特殊功能型企业的完整清单，执行口径更加刚性； 3. 仍保留相对优惠的分档，与高盈利、竞争型企业形成梯度
第四类：政策性企业；符合小微企业标准、应交利润不足 10 万元的国有独资企业	免交国有资本收益	第五类：政策性企业、符合条件的小微企业	免交国有资本收益	1. 维持免缴优惠政策不变，政策延续性强； 2. 明确了小微企业免缴的量化门槛（应交利润不足 10 万元），执行标准更清晰

资料来源：财政部，申万宏源研究

主要内容：

1） 本轮隐债化解整体提速，实际进度快于规划部署。发行端看，本轮一揽子化债自 2024 年四季度密集落地，2025 年节奏前移，2026 年延续加快，前 8 月特殊新增专项债与特殊再融资债合计发行超 2.6 万亿元，化债资金占地方债发行比一度突破 40%。6 万亿元特殊再融资债三年限额下， 2026 年前 8 个月已发行超 1.8 万亿元。同时，2025 年使用特殊新增专项债额度 1.4 万亿元，超出年度规划；2026 年前 8 个月已发行 8900 亿元。整体来看，两类核心化债资金落地节奏均快于规划。

2） 后续地方化债仍面临城投经营性金融债务、新增隐债等挑战。认定隐债之外，截至 2025 年 9 月末城投平台存量经营性金融债务规模仍有约 7.3 万亿元，化解需加力；“一边化债、一边新增隐债”现象仍存，除“化债不实”、“违规垫资”、“表外融资”等传统违规形式外，“违规租赁”、“违规占用使用资金” 等变相举债模式逐步显现。债务偿付视角，土地财政持续低迷下，专项债付息额占地方本级政府性基金收入比重由 2021 年约 5%升至 2025 年 18%以上，付息压力或持续凸显。

3） 后续化债政策空间仍较充足，或将因地制宜推进。特殊再融资债、新增专项债化债专用额度两类特殊额度或可常态化，叠加地方结存债务限额超 1.1 万亿元。针对城投经营性债务，可借鉴“茅台化债”等金融协同、盘活资产经验。化债举措可分为债务缩减（清算、重组）、降低成本（置换低息、展期降息）、提高现金流（盘活存量资产、转让部分政府股权）三类，各地需因地制宜、分类管理；长期看，培育地方“造血”能力、加快推进财税体制深化改革或是重点。

2．政策高频跟踪：房地产两大新政落地，推动地产发展新模式加快构建

2.1 领导人调研，聚焦三农问题和财政科学管理

8 月 24 日至 8 月 26 日，国务院总理李强赴黑龙江、吉林调研，赴西藏日喀则市吉隆县指导抢险救援和应急处置工作；8 月 25 日至 26 日，副总理丁薛祥赴安徽调研。李强在黑龙江、吉林调研时强调，多措并举稳产增产，全力夺取秋粮丰收，持续提升农业综合生产能力确保粮食安全；李强在吉隆县指导抢险救援和应急处置工作时强调，要坚持极限思维、底线思维，坚决克服麻痹思想，紧盯重点区域和部位加密巡查排险，扎实做好各类灾害防御工作。丁薛祥在安徽合肥出席财政科学管理试点座谈会时强调，落实当家理财责任，提升财政工作水平，更好服务和保障中国式现代化建设。

图表 27：领导人黑龙江、吉林、安徽调研情况

时间	领导人	调研地点	调研内容
8 月 24 日至 8 月 26 日	总理李强	黑龙江	调研大豆、玉米、水稻长势，黑土地保护，水网建设。他强调，秋粮是全年粮食生产大头，**当前正值产量形成关键期**，要加强田间管理，做好农资保供稳价，强化各项政策支持，确保秋粮和全年粮食丰收；要高质量推进高标准农田建设，促进良田良种良机良法集成增效；提升农业**防灾减灾能力**，努力实现旱涝保收、高产稳产。
		吉林	调研合作社经营模式、农事服务，玉米油生产工艺，生态渔业。他指出，要发展多种形式的农业适度规模经营，**促进小农户与现代农业发展有机衔接；要大力发展农产品精深加工，做好“粮头食尾”“农头工尾”转化增值文章，**加强从农田到餐桌的全链条监管；推动农林牧渔多业并举，促进生态旅游等多业态发展。
8 月 27 日		西藏日喀则市吉隆县	调研吉隆灾情，慰问抢险救援人员。他强调，要统筹调度安排救援力量装备，强化现场统一指挥；要用心用情做好善后处置，对遇难、失联人员家属加强人文关怀和心理疏导，落实好抚恤、救济等措施；要加强受灾及周边区域气象、水文、地质等监测预报预警，做好卫生防疫消杀，**严密防范次生灾害**；要公开透明做好灾情和抢险救援工作信息发布；要加强涉外应急处置和沟通协调，与相关外方一道做好失联人员摸排、善后处置等工作；要进一步发挥**基层党组织战斗堡垒作用和党员干部先锋模范作用。**他指出，当前我国仍处于主汛期，**防汛、防台风形势依然严峻复杂。**要坚持极限思维、底线思维，坚决克服麻痹思想，紧盯重点区域和部位加密巡查排险，扎实做好各类灾害防御工作。
8 月 25 日至 8 月 26 日	副总理丁薛祥	座谈会	他提出，党政负责同志牢固树立**当家理财意识**，要处理好财政和经济的关系，保持合理的宏观税负水平，研究健全同新业态相适应的税收制度，盘活存量资源资产；适当**加强中央财政事权、提高中央财政支出比重，增加地方自主财力；深化零基预算改革**；从严查处违规新增隐债行为，牢牢守住财政安全和可持续发展底线；他强调，要扎实做好下半年财政工作，加快有关资金使用进度，加强财政货币政策协同配合，有力有效支持“两重”建设和“两新”工作，抓紧推进“六张网”建设，兜牢基层“三保”底线，推动经济持续向新向优向好发展。
		肥西财政局	调研财政科学管理试点和基层财政运行。

	中科大	调研科学智能物质创制中心，了解人工智能赋能科学研究等情况。

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

2.2 财政科学管理研讨会：强化国家重大战略任务和基本民生财力保障

8 月 26 日，财政部在安徽合肥举行财政科学管理研讨交流会议，贯彻落实财政科学管理试点座谈会精神，部署深入推进财政科学管理工作。会议强调深化财政科学管理、落实当家理财责任。会议总结 2025 年启动试点以来在系统化、精细化、标准化、法治化方面取得阶段性成效，强调要继续坚持五个结合经验启示，并从加强统筹、提高效益、规范运行、安全可持续、系统集成五个方面推动财政科学管理取得更大成效。

图表 28：安徽合肥举行财政科学管理研讨交流

分类	内容
基本情况	会议时间：2026 年 8 月 26 日
	参会人员：财政部副部长宋其超主持会议。驻财政部纪检监察组有关负责同志，各省、自治区、直辖市和计划单列市、新疆生产建设兵团财政厅（局）长，财政部各地监管局、机关各司局、部属相关单位主要负责同志参加会议。
会议内容	会议指出：为推动财政高质量发展提供了强大思想武器和科学行动指南，各级财政部门要从践行“两个维护”的政治高度，树立正确政绩观，**深化财政科学管理**，提升财政工作水平，**全力保障党委政府落实“当家理财”责任。**
	会议认为：2025 年启动试点以来，**财政科学管理工作取得阶段性成效**。一是系统化管理能力大大增强，既抓预算统筹、收入划分、零基预算，又解决钱用得怎么样、怎样用得更好，**把管理向前端延伸、向末梢压实**；二是精细化管理导向更加鲜明，把精打细算、务实精准的要求全面体现到预算分配、执行、监督全过程，**财政资金使用效益不断提高**；三是标准化管理路径更加清晰，增强工作规范性，最大程度**减少自由裁量空间**；四是法治化管理水平明显提升，持续完善财政法规制度，**加大对违反财经纪律、违规新增隐债等处理问责力度**，财经纪律约束力和震慑力不断增强。
	会议要求：继续坚持好运用好在试点中形成的经验启示：坚持高位推动与协同联动相结合，形成齐抓共管工作格局；坚持目标导向与问题导向相结合，集中解决最突出最紧迫的问题；坚持顶层设计与基层探索相结合，努力创造可复制、可推广的鲜活经验；坚持立足当下与着眼长远相结合，形成适应新要求的财政制度机制和管理体系；坚持重点突破与整体推进相结合，带动财政管理水平整体跃升。
	会议强调：要按照财政科学管理试点座谈会部署，**推动财政科学管理由点及面、向纵深发展，取得新的更大成效**。一是更加突出加强统筹，在**加强预算统筹、存量资源统筹、各类政策工具统筹**上下更多功夫，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障；二是更加突出提高效益，持续**深化零基预算改革**，不断**强化绩效导向**，加强地方政府债务管理；三是更加突出规范运行，健全科学合理的标准体系和精准有力的监督体系；四是更加突出**安全可持续，保持合理的宏观税负水平**，扎实推进化债工作，兜牢兜实**“三保”底线**；五是更加突出系统集成，进一步**健全横向到边、纵向到底的管理体系**，实现财政科学管理全领域覆盖、全链条衔接、全方位发力。
	下半年工作部署：扎实实施更加积极的财政政策，有效发挥财政逆周期调节作用，促进经济持续向新向优向好发展，为实现“十五五”良好开局提供坚强保障。

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

2.3 工信部：着力优化产业结构，加快打造新兴支柱产业

8 月 26 日，国新办举行新闻发布会，工信部介绍“全力抓好‘十五五’规划实施，加快推进新型工业化”有关情况。工信部就人工智能、新兴产业、传统产业转型等领域发展现状与“十五五”规划进行介绍。未来五年，工信部将着力优化产业结构，加快打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济、新型储能、智能机器人等新兴支柱产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信（6G）等未来产业成为新的经济增长点。同时，将加强关键核心技术攻关，综合整治“内卷式”竞争。

图表 29：工信部介绍全力抓好“十五五”规划实施，加快推进新型工业化有关情况

	现状	规划
人工智能	从基础上看，截至 6 月底，智能算力规模达 2185EFLOPS，围绕算力枢纽建成 70 余条算力大通道；从应用上看，通过实景实训，机器人在生产制造、应急救援、餐饮服务等场景开启“作业模式”；从治理上看，已有近 200 项人工智能关键标准成功研制。	供给方面，支持研发高端训练芯片、多模态算法等关键技术，攻关类脑智能、世界模型等前沿技术，推进人形机器人、脑机接口等智能终端迭代，发展智能矿山机械、农业机械、智能医疗器械等产品。
		应用方面，分行业凝练高价值场景，**探索“一业一图谱、一景一档案”的场景培育新模式。**将推出一批轻量化、低成本、易部署的行业解决方案。
		生态方面，重在优化发展环境。打造一批**“人工智能+制造”优质开源项目；**推动**人工智能基金汇聚金融“活水”**，加大投资力度。
		安全方面，重在有效化解风险。开展人工智能安全风险监测、信息共享及通报处置，建好用好人工智能产品安全漏洞库。
新兴产业	智能网联新能源汽车、锂离子电池、智能机器人等重点领域不断形成**新动能新优势。**	抓好技术攻关，聚焦战略领域和产业链供应链薄弱环节，**补短板、锻长板、强基础**，采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、先进材料、生物制造等重点领域**关键核心技术攻关取得决定性突破**；优化制造业创新中心、中试基地等平台布局，补齐关键共性技术供给短板。
		抓好载体建设，到 2035 年，将力争培育 **100 家**在产业集群发展、协同创新、生态优化、治理提升等方面具有辐射带动作用的**示范园区**，**1000 家**在产品开发、业态创新、管理效能等方面处于领先水平的**示范企业**。
		抓好场景培育，加快培育**“5G+”“人工智能+”“机器人+”“工业互联网+”“北斗+”**等重大应用场景。
		抓好生态优化，推动**要素资源向新兴产业**加速集聚。实施**“科技产业金融一体化”专项**，实施大中小企业数字化协同转型试点，支持龙头企业联合上下游组建创新联合体，促进大中小企业融通发展、产业链上下游协同创新。
传统产业转型升级	“十四五”以来，智能化方面，制造业企业人工智能技术应用普及率超过三成，累计建成 **500 多家卓越级智能工厂**；绿色化方面，当前钢铁、水泥熟料等单位产品综合能耗总体水平已达到世界先进水平；融合化方面，**共享制造、个性化定制、全生命周期管理**等新模式新业态广泛应用。	抓技术改造：石化化工行业，将推进老旧装置更新改造，充分利用数智技术、绿色技术实现减污降碳协同增效。
		抓标准提升：以优质标准引领支撑行业高质量发展。
		抓质量升级：增强计量、检验检测、质量认证等质量基础能力，引导和推动企业提升质量管理能力和管理水平，着力打造一批中国制造的卓越品牌。
绿色低碳方向转型	“十四五”时期，我国制造业“含绿量”持续提升，**国家绿色工厂达到 8336 家**，国家**绿色工厂产值占制造业总产值比重从 9%提升至 22%**；工业单位增加值水耗下降 29%，规模以上工业单位增加值能耗也在持续下降。这**一“升”一“降”**反映出我国工业经济形成了**“减碳”“扩绿”“增长”协同并进**的良好局面。	注重碳达峰碳中和牵引作用：深入实施工业领域碳达峰行动，协同推进产业结构和用能结构优化；“十五五”期间将培育建设 **500 家零碳工厂**，打造一批可复制、可推广的建设模式。
		注重产业绿色价值创造：推动钢铁、有色、石化化工等传统行业原料燃料替代、产品结构优化；加大**绿色产品的有效供给。**
		注重智能化绿色化融合发展：让人工智能技术走进车间、产线，与工业生产、能耗和碳排放管控、资源循环利用等场景紧密耦合。针对中小企业，开发**轻量化部署、低成本适配、免调试易用的绿色制造智能体。**
		注重工业资源循环利用：针对新能源汽车动力电池，“十五五”时期将研究起草相关行政法规；实施**动力电池数字身份证管理制度**，做到“来源可溯、去向可查”。到 2030 年，**废旧动力电池综合利用量力争达到百万吨级以上。**
		注重完善绿色制造体系：到“十五五”末，**各级绿色工厂产值占规模以上制造业总产值比重力争达到 45%。**

资料来源：国新办、申万宏源研究

2.4 房地产两大新政落地，推动地产发展新模式加快构建

8 月 28 日，房地产领域两大新政落地，推动房地产发展新模式加快构建。销售端，住建部等三部门改革商品住房销售制度：预售须主体结构封顶、资金全额监管，新出让土地项目优先现房销售、实行备案与定金制，并推行“交房即交证”，新旧项目分类施策。金融端，央行与金融监管总局重构覆盖开发、销售、运营全链条的信贷体系：开发贷款实行主办银行制封闭管理、期限匹配项目周期，个人住房贷款最长 40 年、现房备案后放款，存量房贷利率可协商置换。

图表 30：商品住房销售制度及房地产信贷管理新政推出

政策模块	内容详情
	《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》（银发〔2026〕171 号）
发布单位	中国人民银行、国家金融监督管理总局
发布时间	2026 年 8 月 28 日
贷款品类体系	覆盖房地产全生命周期的三类贷款： 1. 开发建设阶段：房地产开发贷款（含商品住房、保障性住房、租赁住房、商业地产开发贷款） 2. 销售阶段：购房贷款（含个人住房贷款、住房租赁团体购房贷款、商业用房购房贷款） 3. 运营阶段：经营性贷款（含经营性物业贷款、住房租赁经营性贷款） 禁止性规定：不得发放用于缴交土地出让价款及相关税费的贷款
开发贷款管理	1. 项目资本金先于贷款全额到位，符合国家固定资产投资项目资本金制度要求 2. 实行主办银行制，单个项目对应一家主办银行，项目全量资金封闭管理，贷款结清前主办银行原则上不变更 3. 期限与建设销售周期匹配：预售项目原则≤3 年、最长≤5 年；现房项目原则≤5 年、最长≤7 年；商业地产开发原则≤7 年 4. 以土地、在建工程抵押，按需追加股东担保、股权质押等增信；按建设进度分批放款，受托支付至交易对手账户 5. 保障性住房开发贷款按保本微利原则定价，利率低于商品住房开发贷款利率
购房贷款管理	1. 个人住房贷款最长期限 40 年，额度不超过拟购住房评估价值；严格核查借款人收入真实性与还款能力 2. 放款节点：现房销售在销售备案后放款；预售项目竣工备案后方可放款；全部采用受托支付方式划转 3. 浮动利率存量贷款：利率与现行水平偏离达到一定幅度时，借款人可协商调整利率，或以新发放贷款置换存量贷款 4. 阶段性失去收入来源导致还款困难的存量贷款，可协商延后还款、贷款展期、延迟还本 5. 商业用房购房贷款最长 15 年；住房租赁团体购房贷款最长 30 年，额度原则上不超物业评估价 80%
【政策二】	**《住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局关于完善商品住房销售制度的通知》**
发布单位	住房城乡建设部、自然资源部、国家金融监督管理总局
发布时间	2026 年 8 月 28 日
预售管理制度完善	1. 预售门槛：实行预售的商品住房项目，单体建筑需完成主体结构封顶，具体条件由各地结合实际确定 2. 资金监管：购房人支付的首付款、个人住房贷款等全部购房资金，纳入住房资金监管机构开立的监管账户，项目竣工交付后解除监管 3. 新老划断：通知施行前已取得建设工程规划许可证的项目，预售条件、资金监管按原有政策执行
现房销售推进要求	1. 实施范围：通知施行之日起，新出让土地、已出让但未取得工程规划许可证的商品住房项目，优先选择现房销售；已取得工程规划许可证的项目，鼓励实行现房销售 2. 备案管理：现房销售需完成竣工验收，将销售方案与交付证明报住建部门备案，确保房屋权属清晰、无抵押查封等权利限制 3. 定金制度：取得施工许可证后可签订定金合同、收取少量定金，定金纳入监管账户；企业违约需依法返还定金并承担违约责任 4. 推行 “交房即交证”，优化流程实现房屋交付时同步发放不动产权证书
配套协同政策	1. 土地供应：优化住宅用地布局，可带规划方案出让土地；开发企业须以自有资金购地，可按规定分期缴纳土地出让价款 2. 融资支持：房地产项目实行主办银行制，开发企业与银行双向选择，主办银行单独或牵头银团提供开发贷款

3. 建设管理：实行项目开发公司制，落实开发企业工程质量首要责任，优化审批流程，提升住房建设品质

资料来源：住房城乡建设部，自然资源部，金融监管总局，中国人民银行，申万宏源研究

2.5 上海发布《上海市加快推进新型工业化构建现代化产业体系“十五五”规划》

8 月 24 日，上海市人民政府发布 7 月 27 日印发的《上海市加快推进新型工业化构建现代化产业体系“十五五”规划》。规划指出，着力构建以先进制造业为骨干的“2+3+6+6”现代化产业体系。市级聚焦 10 条重点产业链，做强新一代电子信息、智能网联新能源汽车、高端装备、软件和信息服务等万亿级产业集群，新增打造集成电路、生物医药、人工智能三个万亿级产业集群。区级围绕 25 个主导产业深耕细分赛道，强化主导产业比较优势，建成 50 个区级千亿主导产业集群。

图表 31：《上海市加快推进新型工业化构建现代化产业体系“十五五”规划》重点内容

分类	内容
总体要求	到 2030 年，**智能化、绿色化、融合化发展取得重大进展**，先导产业和新兴支柱产业构筑新动能新优势，未来产业加快成为新增长点，基本建成勇担国家战略、产品硬核高端、发展范式引领、产业生态优越的卓越智造之城；到 2030 年，**工业增加值占 GDP 比重力争 20%以上，工业战略性新兴产业总产值占规模以上工业总产值比重超 50%。**
2：传统产业转型	**数字化、绿色化转型**：加快炼油向化工转、化工向材料转，推进老旧装置更新改造与化工园区一体化管理；支持打造一批市场认可度高、技术创新力强的轻工名品。
3：先导产业引领	集成电路：坚持全链突围、集群进阶，全链条推动集成电路关键核心技术攻关，聚焦张江、临港、嘉定核心区域建设“一体两翼”世界级产业集群。
	生物医药：坚持大品种（IP）引领、全链加速，支持全链条创新发展，重点布局浦东、闵行、嘉定等区域。
	人工智能：底座支撑、融合赋能，强化全栈技术创新，聚焦浦东、徐汇等核心承载区，打造世界级产业集群。
6：新兴支柱产业	新一代电子信息：坚持终端创新、强链延链，加快培育新兴动能，重点布局浦东、松江、青浦、静安等区域。
	智能网联新能源汽车：坚持软硬协同、数智驱动，前瞻把握国内外市场变革，强化整车、零部件和配套服务一体化发展，重点布局浦东、嘉定、临港等区域。
	高端装备：坚持整机牵引、高端可控，大力提升产业链配套能力，聚焦浦东、临港、闵行、宝山、长兴岛等重点区域打造世界级高端装备制造基地。
	先进材料：坚持高端应用、范式变革，强化产学研用优势，以金山、宝山、奉贤和上海化工区为主要承载地。
	新能源及绿色低碳：坚持装备突破、全域示范，着力构建产业生态圈，重点布局闵行、浦东、临港、松江等装备基地和虹口、宝山等全域场景。
	时尚消费品：坚持抢抓风口、打响品牌，强化科技赋能和设计创新，重点布局静安、长宁、奉贤、松江、金山等区域。
6：未来产业	围绕未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康等方向，结合产业基础和资源禀赋，敏捷精准培育量子科技、脑机接口、可控核聚变、生物制造、第六代移动通信、类脑智能、硅光、第四代半导体、天基通感算等未来产业，力争未来产业新增产值突破千亿，形成若干个百亿级未来产业集群。

资料来源：上海市人民政府、申万宏源研究

2.6 多地稳楼市政策落地，聚焦公积金政策优化

8 月 7 日至 26 日，北京、上海、成都、西安、郑州发布稳楼市政策，公积金支持力度持续加码。呈现出两条主线，一是围绕购房环节，降低首付、提高额度、探索利息补贴等，是目前政策力度最大的方向；二是围绕住房全生命周期管理，在装修、物业费、税费等方面拓宽提取范围，持续提升公积金制度的实用性和覆盖面。

图表 32：多地发布稳楼市政策

时间	城市	文件	重点内容
8 月 7 日	北京	《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》	公积金额度：单人首套最高可贷 120 万，夫妻首套最高 240 万；叠加上浮条件后，单人最高 180 万、夫妻最高 340 万，均为历史新高公积金上浮；再购房：在京无房或仅有 1 套住房家庭，再次购房时可用公积金贷款
8 月 20 日	上海	《关于优化本市房地产政策措施的通知》	放宽本市购房提取频次和金额，购房提取频次由不动产权证发证之日起 5 年内“提取一次”调整为“每个自然年提取一次”；拓宽住房公积金购房支出情形：支持住房公积金支付本市购房契税和购买本市住房配套车位（库）、储藏室；优化二套房贷首付款比例。对购买外环外住房的，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例从“不低于 20%”调整为“不低于 15%”。
8 月 25 日	成都	《关于进一步优化促进房地产市场平稳健康发展相关政策措施的通知》	申请住房公积金贷款的，最低首付款比例为 15%，并给予一年期限、20%的利息补贴；将鼓励区（市）县发放补贴支持购房，支持群众“拆旧建好”；同时将探索收购存量商办等用作保障性租赁住房以及菜市场、养老服务、社区中心等公服配套设施，探索将房票安置的适用范围从住宅拓展至商业、办公用房等非住宅物业的征收补偿。
8 月 26 日	西安	《西安市支持房地产市场高质量发展工作措施》	公积金政策方面，贷款额度显著提升：单缴存职工家庭最高贷款额由 75 万元提高至 90 万元，双缴存职工家庭由 100 万元提高至 120 万元；多子女家庭可在此基础上再上浮 20%，最高分别可达 108 万元和 144 万元；提取政策进一步放宽：购房人及配偶、子女、父母提取时限由 5 年延长至 10 年，并可共同用于支付房款，无房职工租房月提取额度由 1500 元提升至 2000 元；新增加装电梯与用于支付新建商品房和二手房首付款提取情形；“卖旧买新”方面，政策由单一的个税退税升级为“退税+现金补贴”。在延续换购住房个税退税政策（至 2027 年底）基础上，西安首次安排 5000 万元专项补贴资金。2026 年底前，出售自有住房后 1 年内购买新建商品住房并完成网签，可按新房总价的 1%获得补贴，单套最高不超过 2 万元。
8 月 26 日	郑州	《关于进一步优化住房公积金贷款政策的通知》	将存量住房公积金贷款最低首付比例由 30%下调至 20%；推出家庭代际互助贷款政策，允许符合条件的父母或子女作为共同借款人，提升家庭整体贷款额度。

资料来源：住房和城乡建设委员会、住房公积金管理中心等、申万宏源研究

风险提示：

1）化债资金落地实效存在不确定性。化债资金使用效率与置换成效取决于项目甄别、资金拨付节奏及配套安排，部分地区或存在"化债不实"、资金沉淀等情形，实际化解进度或与发行进度存在偏差。

2）城投经营性金融债务及付息压力化解存在不确定性。经营性金融债务的化解依赖金融协同与资产盘活，资产变现受市场环境影响较大。同时，若收入端持续承压，地方财政付息与化债统筹能力或受制约，部分区域债务风险或阶段性上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

3）数据口径与测算存在局限性。报告中部分数据基于公开披露信息整理测算，认定隐债与经营性金融债务等不同口径界定存在差异，分省发行进度、新增隐债规模等数据存在时滞，与最终实际值或存在偏差。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。